

# OBCHODOVÁNÍ S DERIVÁTY A POKOUTNÍ BANKÉŘI – OHLÉDNUTÍ ZA FINANČNÍM TRHEM V MEZIVÁLEČNÉM ČESKOSLOVENSKU

Jan Vlachý

---

## 1. Úvod

Finanční krizi 2007–2010 mnozí spojují i s neetickými, klamavými či jinak nelegálními praktikami obchodníků na finančních trzích, což se dnes uvádí jako jeden z hlavních argumentů pro zvyšování úrovně a hloubky jejich regulace. V této souvislosti stojí za připomenutí, že v žádném případě nejde o nový ani unikátní fenomén, a lze o tom najít přesvědčivé důkazy i ve zdrojích z prvorepublikového Československa.

Tento článek se vrací k přelomu dvacátých a třicátých let minulého století, charakterizovanému zběsilou konjunkturou a následnou krizí, kdy se v prostředí nepříliš regulovaného finančního zprostředkovatelství rozmohly neseriózní nabídky opčních obchodů s cennými papíry. Rámcově lze tento problém zasadit do tematických oblastí činnosti soukromých bankéřů a obchodování s finančními deriváty. Vzhledem ke zlomkovitému stavu zachovaných archivních fondů a značné časové diskontinuitě to bohužel dosud nejsou příliš probádané oblasti českých hospodářských dějin, mnoho skutečností a souvislostí je však možné rekonstruovat například z tisku. Důkladná rešerše a analýza dobových pramenů pak přibližuje nepříliš známé aspekty tehdejšího finančního života a mimo jiné ukazuje, že nám je v mnoha ohledech až překvapivě blízký.

Obsah článku je rozdělen do čtyř hlavních částí. Po nezbytném představení dobové terminologie a obchodní praxe začíná podrobnou analýzou vývoje obchodování s finančními deriváty. Následuje popis role, kterou v meziválečném Československu hrály soukromé bankovní domy. Obě tyto části představují základ pro pochopení bucketshopové epizody a kampaně na vymýcení nebezpečného společenského a ekonomického jevu. Závěrečná diskuse pak nastoluje několik dalších souvislostí, umožňujících nadčasové komparace a zobecnění.

Téma uvede citát z měsíčníku Bursa (1929), jehož prostřednictvím vydává v březnu 1929 Svaz bankovních firem oficiální sdělení, upozorňující na přibývajících stížností zejména venkovské, tzn. mimopražské, klientely, že „...různé tzv. ‚bankovní firmy‘ způsobem nedůstojným akvírují u ní zakázky na premiové obchody. Nezkušená klientela, lákaná slibem, že na premiových obchodech nelze ničeho ztratit, nýbrž jen vyhrát, obchod uzavře a v největším počtu případů velké částky prodělává.“ Zdůrazňuje, že se jedná téměř výhradně o firmy, které nejsou členy Svazu ani burzy, prodávají prostřednictvím agentů, odměňovaných nepřiměřeně vysokými provizemi,

a to za ceny, výrazně se lišící od uzávěrek na burze. Dále uvádí, že „...způsob uzavírání dotyčných firem jest takový, že je ho s hlediska solidního obchodu nutné odsouditi a jest nejen s to poškoditi dobrou pověst bankéřského stavu, ale jest neslučitelný i s předpisy platného zákona o nekalé soutěži i chystané zákonné úpravy bankéřské živnosti.“

## 2. Tržní rámec prémiových obchodů

Pro pochopení je nutné znát dobové realie, terminologii a tržní praxi, původně vycházející z podmínek Vídeňské burzy, k níž měla ta pražská blízko od dob rakousko-uherského mocnářství. To vše však vyžaduje podrobnější studium primárních zdrojů, protože v novodobé české literatuře se problematice předválečného obchodování s deriváty zabývá jen Dědič (1992); ten se ovšem zaměřil především na legislativu a české historické realie, včetně archaické terminologie, mu sloužily především pro poněkud umělou a dnes zjevně překonanou (byť na začátku devadesátých let pochopitelnou) konstrukci jakési kontinuity znovuvznikajícího tržního prostředí. O dílčí kvantitativní analýzu tohoto trhu se pokusil Vlachý (2010).

### 2.1 Terminologie a obchodní podmínky na Pražské burse

Jako prémiové obchody se u nás před první i druhou světovou válkou označovaly opce, ať už se uzavíraly na cenné papíry nebo komodity. Kupní opce se nazývaly prémie na převzetí, prémie na dodání byly prodejní opce, hojně se rovněž obchodovaly tzv. steláže (neboli dvojitě prémiové obchody), což byla podle dnešní terminologie opční kombinace typu *Straddle*. V odborné literatuře se prémie často zařazovaly do obecnější kategorie „obchodů s omezeným rizikem“, což znamená, že byly vnímány jako bezpečnější instrumenty než termínové obchody, případně vysoce spekulativní tzv. násobné obchody. Termínové obchody se vypořádávaly ke konci běžného měsíce (jako tzv. ultimové obchody) nebo podle konkrétních usancí daného trhu a za jednu z jejich předností se považovala spekulace s omezeným množstvím kapitálu. Doboví autoři je zpravidla ani neřadí mezi deriváty, v okruhu seriózních obchodníků a bank se používaly především k efektivnímu zajišťování derivátových obchodních strategií. Násobné obchody měly svůj původ v komoditních spekulacích, v Praze se neujaly, a šlo fakticky o opce na násobky objemu kontrahovaného podkladového aktiva.

Převážná část sjednávaných kontraktů byla krátkodobá, s uplatněním do tří, výjimečně až šesti měsíců. Běžně se však prolongovaly. Opce se zpravidla uzavíraly na penězích (pokud nešlo o tzv. prémie s *écartem*). V Praze, podobně jako ve Vídni nebo v Londýně, se sjednávaly opce moderního typu s úhradou opční prémie (od toho též název, v němčině se dodnes používá pojem *Prämiengeschäfte*), v čemž byla zásadní odlišnost oproti jiným kontinentálním metropolím, zejména Paříži a Berlínu, kde se dávalo přednost tzv. *dontům* (německy *Nochgeschäft*), bezúhradovým termínovým obchodům s právem odstoupení (ty se dnes občas sjednávají na neveřejných trzích pod názvy *Break Forward* nebo *Boston Option*).

Na Pražské burse pro zboží a cenné papíry existovaly dva obchodní systémy. Na parketu, nazývaném šraňk, stanovovali dohodci (sensálové) oficiální kursy, vedle toho se průběžně obchodovalo v tzv. kulise. Pro omezený počet akcií (do roku 1931 Poldi, Křížík, Živnobanka, krátce též Breitfeld-Daněk a První brněnská strojírna, do roku 1938 již jen Škoda) existovala od 11. října 1920 oficiální kulisa. Zde mohli banky, komisionářské firmy i jednotliví návštěvníci bursy (až do počátku třicátých let) obchodovat přímo nebo prostřednictvím agenta či sensála (tomu náležel dohled nad kulisou a řešení sporů, směl ale rovněž předávat objednávky klientů). Trh organizoval kulisiér, který působil jako tvůrce trhu, měl značnou volnost při stanovování kursů a směl i obchodovat na vlastní účet. S dalšími cennými papíry (tzv. exoty) se obchodovalo v neoficiální kulise, kde se sjednávaly i derivátové obchody, včetně prémiových, ale například i tzv. stravných obchodů (tzn. půjčování cenných papírů), obchodovaly se tam úrokové a dividendové kupony, předkupní práva, prováděl soukromý lombard apod.

Z publikované analýzy Říšskoněmeckého statistického úřadu lze odhadnout, že Pražská burza zaujímala koncem dvacátých let z hlediska oficiálních obrátů sedmé místo v Evropě, když nejdůležitější evropské bursy byly v Londýně, Paříži, Berlíně, Amsterdamu a Bruselu, v zámoří dominovaly Tokio a New York.<sup>1</sup>

## 2.2 Vývoj prémiových obchodů na Pražské burse

Obchodování s finančními opcemi bylo v českých zemích rozšířené již za Rakouska-Uherska. Pilát (1910) mezi premii, pravidelně obchodovanými v Praze, zmiňuje akcie rakouské Kreditní banky (Creditanstalt) a Alpinské montanní společnosti (Alpine), a dále dluhopisy státní dráhy. Junek (1925) zase uvádí, že se ve Vídni mimo jiné pravidelně obchodovalo s premii na akcie Škodových závodů, které tam byly kotovány. Později uvedeme i příklady veřejných nabídek drobným klientům.

Poválečné prémiové obchody lze v Praze průkazně dokumentovat nejpozději v roce 1922. Větší aktivitu je však možné pozorovat na přelomu let 1923–24. Národní listy z 5. prosince 1923 uvádějí kursy sjednaných premií a stelází na Škodovku, která od té doby nechybí prakticky v žádné zmínce o těchto obchodech a získává jednoznačně dominantní postavení, které si udrží až do konce 30. let. V té době se prémiové obchody snaží intenzivně propagovat zejména bankovní dům Prokop & Bouda, který začal svým klientům a dalším zájemcům zasílat indikativní sazby jedno-, dvou- a tříměsíčních premií na dodání a převzetí a stelází na akcie Živnostenské banky, Škodových závodů, Brněnských strojíren, Poldiny hutí, Strojíren Daněk, Alpinské

<sup>1</sup> Vše viz Wachtel (1897), Lion (1910, 1920), Prokop (1924), Junek (1925), Paulat (1928), Hájek (1929), Růžička (1934), Paulat a Dvořák (1937), Hospodářský rozhled 25. 10. 1930, s. 5.

montánní společnosti a Rakouské kreditky a jeho společník se snaží o intenzivní osvětu a popularizaci tohoto produktu i mezi širší veřejností.<sup>2</sup>

O něco později, zřejmě v roce 1925, se v Praze objevují i prémie na dluhopisy, když 25. listopadu uvádějí Národní listy kurs prémie na 6% moučnou půjčku. Týdeník Peněžní Bursa (1. 5. 1925, s. 5) ovšem ještě předtím vyzdvihuje únorové a březnové obchody v premiích na akcie Poldi, na něž pak navázaly některé další tituly hlavního i vedlejšího trhu, ale zejména skutečnost, že Praha ve znovuzavedení tohoto typu obchodů předstihla Vídeň. Ve větší míře se prémie zřejmě začaly uzavírat v roce 1926, přičemž podstatnou roli sehrály soukromé bankovní domy jako Hašek a spol., Prokop & Bouda a J. Lion (Paulat, 1928, s. 78). Ve všech případech se jednalo o vážené firmy, členy Pražské bursy, na jejichž počínání nebylo spatřováno nic nepatřičného, naopak, šlo o vítané zpestření trhu, prohloubení jeho likvidity a rozšíření investiční nabídky.

S účinností od 3. ledna 1927 se na Pražské burse přistoupilo ke kotaci termínových obchodů, které zvýšily tržní likviditu, a také značně napomohly rozvoji opčních obchodů tím, že usnadnily jejich zajišťování. Základní zajišťovací techniky, včetně parity kupní a prodejní opce, byly v meziválečném období velmi dobře známe a běžně se používaly. Od počátku se jednalo o akcie Škodových závodů, Poldiny hutí a Živnostenské banky, neoficiálně se však na termínovém trhu obchodovala řada dalších titulů, včetně dluhopisů. Termínové a premiové obchody nabyly záhy značného rozsahu, jak u akcií, tak u dluhopisů, a přilákaly na burzu kapitálově slabší investory, ale i úrokové arbitrážery z řad bank.<sup>3</sup>

V letech 1927–1928 vzrostly v Praze objemy premiových obchodů několikanásobně a tento trh, stejně jako přehřátý trh s podkladovými aktivy, dosáhl svého zenitu v srpnu a září 1929. Otevřené pozice premií na Škodovku se odhadovaly na 30–40 tisíc kusů, což již bylo relevantní i z hlediska celkové tržní kapitalizace podniku. Opce se v té době běžně vypisovaly na řadu titulů. Zejména šlo o akcie v kontinuálně obchodované kulise (Škoda, Křížík, Poldina huť, Živnostenská banka), méně pravidelně se obchodovalo s premiemi na akcie šraňku, přičemž se častěji zmiňovaly například Spolek pro chemickou a hutní výrobu, Českomoravská, Pražská železářská společnost, Královodvorská cementárna, ale i rakouská Alpinská montánní společnost nebo Vereinigte Elektrizitätswerke Wien.<sup>4</sup>

2 Národní listy několikrát publikovaly aktuální kursy premií již v první polovině roku 1920, šlo však patrně jen o indikativní kotace a není zřejmé, zda se alespoň za některé z těchto kursů skutečně obchodovalo. Řada z nich se na první pohled jeví dost formálně, publikace tedy mohla být spíše marketingovým tahem některého z bankovních domů (patrně J. Lion) a bude lepší se spolehnout na Součkovu dobové svědectví o roku 1922. Ve večerním vydání Národních listů z 27. října 1922 se již výslovně konstatuje uzavření několika obchodů s konkrétními kursy a z použité formulace je jasně patrné, že to nebyly první uskutečněné premiové obchody. Vše viz Souček (1924, s. 113). Národní listy 27. 10. 1922v, s. 2; 12. 12. 1923, s. 5. Prokop (1924).

3 Bursa 3(7), s. 97–98. Hospodářská politika 6. 1. 1928, s. 2–3. Kopecký (1925), Paulat (1928, s. 89–95); Růžička (1934, s. 159–165).

4 Börsen und Wirtschaftsnachrichten 30. 1. 1929, s. 1. Bursovní kurýr 25. 6. 1929, s. 1; 6. 8. 1929, s. 2; 3. 9. 1929, s. 5; 10. 9. 1929, s. 2.

Byť se neznamenaly v úředním kursovním listu, byly tehdy už prémie zajímavé i pro drobné investory, a důkladně se jim věnoval odborný i denní tisk. Zavedené tržní praxi odpovídala slušná úroveň vzdělanosti v této oblasti. Důkladnou analýzu prémiových obchodů musel zvládnout každý student čtvrtého ročníku obchodní akademie (Kopecký, 1925, s. 1), na dané téma vycházely desítky publikací, zahrnující podrobné monografie i kapitoly v knihách o burzovní problematice, stejně jako příručky, určené zainteresované veřejnosti či bankovní klientele. Autoři také měli velmi dobrý mezinárodní přehled.

Hospodářskou konjunkturu a přehřátí trhu konce 20. let korigoval nástup Velké hospodářské krize, která vedla k zásadní změně politických i hospodářských poměrů a světové finanční trhy poznamenala na dlouhá léta. Na rozdíl od jiných zemí ji český finanční trh přestál poměrně dobře, byť se nevyhnul dočasnému poklesu ani regulačním opatřením. V Praze bylo k 5. září 1931 nejprve ukončeno ultimové uspořádání a kulisa bursy se zúžila na jediný titul, Škodovy závody. Do obchodování v kulise byli nadále připuštěni pouze členové ultimového uspořádacího oddělení, tzn. clearing, Pražské sčítovací banky, tedy vesměs banky (předtím zde mohli obchodovat běžní návštěvníci bursy). K 23. září 1931 byly zakázány termínové a prémiové obchody s dluhopisy, se kterými se navíc až do 24. října smělo obchodovat pouze za hotové. Úprava obchodu s devisami znesnadňovala mezinárodní arbitráž. Bursovní obchody utlumovala i hospodářsko-politická opatření, jako kvóty, které Národní banka uplatňovala na lombardní úvěr peněžním ústavům, i když byl krytý státními dluhopisy, a také daně, včetně kuponové srážkové daně, zavedené v březnu 1933. V prvním pololetí 1933 se trh poněkud vzpamatoval a začalo se dokonce vážně diskutovat i zařazení některých papírů zpět do kulisy a obnovení ultimového obchodu, k definitivnímu zlomu nálady na burse však došlo až v lednu 1934, kdy nárůst cen provázely výrazně zvýšené obraty a současně ožily i trhy zboží.<sup>5</sup>

Prémiové obchody s akciemi se na Pražské burse sjednávaly bez jakéhokoliv omezení až do přelomu srpna a září 1938, kdy byla bursa uzavřena, přičemž objemy začaly znovu výrazněji růst na začátku roku 1934; pozice v premiích na Škodovku pak opět dosahovaly tisíců kusů. Bez větších obtíží se přitom ale prováděly i fakticky ilegální prémiové a termínové obchody s dluhopisy, když například počátkem února 1934 byly v tisku uváděny rozsáhlé uzávěrky v premiích a stelážích na rakouskou a maďarskou zlatou rentu a do března se na nich odhadovaly otevřené pozice ve výši 40-50 mil. Kč. Koncem roku 1934 tisk zmiňuje prudký nárůst prémiových sazeb na dluhopisy. Od října 1934 se navíc nerušeně arbitrovalo mezi lombardem a termínovými obchody na státní dluhopisy. Definitivně byly prémiové obchody na Pražské burse zakázány při jejím znovuotevření za protektorátu 5. listopadu 1940.<sup>6</sup>

5 Věstník Pražské bursovní komory 4. 9. 1931, 23. 9. 1931, 24. 10. 1931, 5. 10. 1931. Hospodářský rozhled 25. 8. 1932, s. 5; 15. 3. 1933, s. 4-5; 11. 5. 1933, s. 3; 15. 2. 1934, s. 2.

6 Hospodářský rozhled 29. 3. 1934, s. 9; 8. 2. 1934, s. 7; 22. 2. 1934, s. 7; 1. 3. 1934, s. 7; 22. 11. 1934, s. 9; 25. 10. 1934, s. 9. Věstník Pražské bursovní komory 5. 11. 1940. Jako zlatá renta se označovaly sekuritizované pohledávky za Rakousko-Uherskými válečnými reparacemi, kotované a hojně obchodované i v Praze. Kvůli značnému politickému riziku a dlouhé době splatnosti měly vysokou volatilitu a dobře se hodily ke spekulacím.

Z analýzy burzovního zpravodajství<sup>7</sup> lze říci, že přinejmenším od roku 1929 až do přelomu srpna a září 1938 se na Pražské bursě s krátkodobými akciovými premii obchodovalo pravidelně, i když lze pozorovat velké výkyvy v objemech i spektru titulů. Ty někdy zahrnovaly pět i více papírů, ve 30. letech mezi ně většinou patřily průmyslové akcie Poldi, Báňská, ČKD, prakticky nepřetržitě se sjednávaly premie na kulisní Škodovy závody, druhým nejfrekventovanějším podkladovým titulem byla patrně Poldina huť. Aktuální likvidita odpovídala i rozpětí mezi nabídkovou a poptávkovou cenou, které se v aktivních obdobích, především po roce 1933, zužovalo na dvě koruny u premii (u premii na dodání výjimečně až na korunu) a čtyři až pět korun u steláží; u premii na Škodovku nečinilo rozpětí prakticky nikdy více než tři koruny. Podmínky steláží byly obecně nepříznivější, a hlavně byly relativně dost drahé; zdá se, že to bylo díky jejich zaměření na koncovou klientelu, která pouze kupovala, zatímco u premii byl mnohem silnější vliv profesionální arbitráže, zajišťující cenovou rovnováhu.

### 3. Institucionální rámec bankovních domů

Svaz bankovních firem Československé republiky, založený v únoru 1920, byl celostátní zájmovou organizací bankovních závodů. Vydával měsíčník Bursa. Počet jeho členů vzrostl z původních 42 na 76 v roce 1928 a plných 100 v roce 1938. Sdružoval dosti nesourodou členskou základnu, kam patřily velké podniky s významnými majetkovými účastmi, všestranně konkurující akciovým bankám, jako Petschek a spol. v Praze či Wolfrum et Co. v Ústí nad Labem, stejně jako drobné firmy, jejichž hlavní činností byl často jen prodej losů, směnárství apod. Z novodobé literatury se problematice soukromých bankovních domů v meziválečném Československu věnují ve své studii Novotný a Šouša (1999), o starším období pojednává Jindra (1999, s. 83–90).

Mnohé středně velké bankovní domy se zaměřovaly na správu majetku a obchody s cennými papíry, v této oblasti si získaly silnou pozici a jejich majitelé i osobní renomé. Mezi ně patřil František Hašek, popravený za Heydrichiádu, majitel Bankovního domu Hašek a spol., který stál v čele Svazu bankovních firem, byl od roku 1928 jedním ze čtyř až pěti zástupců soukromých bankéřů v sedmadvacetičlenné bursovní komoře, přičemž mimo jiné vlastnil i nakladatelství Melantrich a deník České slovo. Prestižní místo úředního kulisiera nejvýznamnějšího akciového titulu na Pražské bursě, Škodových závodů, držel v celém meziválečném období Karel Prokop, společník bankovního domu Prokop & Bouda, rovněž člen bursovní komory a od roku 1935 též člen správní rady Škodovky. Kulisírem akcií Křižík a Poldina huť (a krátce též Daněk) byl od roku 1925 až do své tragické smrti v roce 1928 bankéř a známý automobilový závodník Čeněk Junek. Symbolem kontinuity s předválečným trhem byl Josef Lion, po převratu nejstarší člen Pražské bursy, který firmu založil v roce 1886, ještě v roce 1920 byl členem výboru

<sup>7</sup> Zejm. Národní listy, Bursovní kurýr, Prager Börsencourier, Hospodářský rozhled.



Bursovni komory pro úpravy vnitřní organizace bursy, neúnavně usiloval o obnovení opčních obchodů, účastnil se odborných diskusí a hojně publikoval.<sup>8</sup>

Svaz bankovních firem se ve vlastním zájmu a dle možností snažil zájemce o členství lustrvat, tím spíše, že byla ještě čerstvá zkušenost z počátku dvacátých let, kdy nové bankovní závody vznikaly po desítkách, často bez potřebné kvalifikace i kapitálu, a záhy zase stejně rychle zanikaly. Přesto se i v jeho řadách vyskytovaly případy neetického jednání, jak opatrně připouští v úvodu citované sdělení Svazu z roku 1929, docházelo k úpadkům členských firem či dokonce konfliktům jejich majitelů se zákonem. Takřka dobrodružný je příběh čtyřicetiletého brněnského bankéře Alexandra Suchánka, jehož slavný rodinný podnik byl založen již v roce 1848, během krize v roce 1934 především kvůli nekrytým opčním obchodům zkrachoval, jeho majitel přitom i poté nahromadil řadu trestních deliktů a nakonec byl odsouzen na čtyři roky těžkého žaláře pro podvody, zpronevěru a zaviněný úpadek. Mezi členské firmy Pražské bursy, které se postupně dostaly na šikmou plochu, patřil i pražský Bedřich Krása, který měl dokonce pobočku v Paříži a v roce 1936 byl patrně posledním prominentním případem úpadku a soudního stíhání v souvislosti s opčními machinacemi.<sup>9</sup>

Méně známých bankéřů ovšem před soudem stálo mnohem více. Jen namátkou, v roce 1929 byl pro podvody zatčen prostějovský Spielmann, v roce 1933 brněnský Macek, v roce 1936 brněnský Hirsch. Ve třicátých letech (stejně jako v předchozím období krize 1921–22) byly početné i standardní úpadky bankovních domů; do konkursu šel v roce 1937 i bankovní dům Lion, který už v té době vedl společník Arnošt Stein.<sup>10</sup>

Nečlenové Svazu ale také všemožně usilovali o zlepšení svého obrazu na veřejnosti. V roce 1930 založili konkurenční Svaz bankéřů s 26 členy, a protože i potom zůstávali někteří bankéři neorganizovaní, lze usuzovat, že počátkem 30. let působilo v Československu celkově hodně přes sto bankovních firem.<sup>11</sup> Bankovní závod Dr. Natter & Co., protagonista československých bucketshopů, od roku 1928 vydával finanční týdeník *Börsen und Wirtschaftsnachrichten* (vycházela i česká mutace s názvem *Bursovni a hospodářské zprávy*); v něm sice vedle finančního a burzovního zpravodajství nechyběla ani osvěta ve věci opčních obchodů, nijak ovšem nevybočovala ze standardu hospodářských rubrik tehdejšího nezávislého tisku, například na rozdíl od mnohem více marketingově laděného čtrnáctideníku *Bankéř*, který v letech 1926–34 vydával bankovní dům Lion. Situace tedy nebyla z pohledu nezasvěcené veřejnosti nijak přehledná, čemuž nahrávala skutečnost, že bankéřská živnost byla

8 Věstník Pražské bursovni komory. Novotný (2008). *Hospodářský rozhled* 19. 7. 1928, s. 5–6; 20. 7. 1939, s. 2. *Lidové noviny* 13. 6. 1935, s. 10. Paulat a Dvořák (1937, s. 8). *Bursa* 1(5), s. 76. *Pražský denník* 27. 2. 1886př, s. 3. *Národní politika* 29. 4. 1920, s. 8; 12. 2. 1922, s. 12. *Lion* (1910, 1920, 1926). *Bankéř* 1(2), s. 3–4.

9 Koeser (1925). *Lidové noviny* 27. 11. 1935, s. 4; 6. 12. 1935r, s. 10; 1. 5. 1936r, s. 6; 26. 3. 1936r, s. 10; 12. 7. 1936, s. 4; 5. 10. 1936, s. 1–2; 7. 5. 1938, s. 7; 9. 8. 1938, s. 2. *Národní listy* 22. 6. 1937, s. 4.

10 *Lidové noviny* 5. 2. 1931, s. 7; 7. 10. 1933, s. 7; 4. 2. 1937o, s. 1; 24. 2. 1937, s. 10.

11 *Bankovní věstník* 1(1), s. 1–2. *Bursa* 6(11–12), s. 145–146. *Lidové noviny* 11. 12. 1930, s. 11. *Národní listy* 2. 1. 1931, s. 5.

takřka neregulovaná a název „bankéř“, „bankéřský dům“ či „bankovní závod“ mohly prakticky bez omezení používat i různé podivné existence, bez dostatečné způsobilosti i kapitálu, nabízející půjčky za neprůhledných podmínek či jiné neseriózní transakce. Tomu měl zamezit bankéřský zákon.

S jeho přípravou se začalo již v období 1925–26, a provázelo ji velmi zdlouhavé a obtížné vyjednávání mezi ministerstvem financí, Svazem bankovních firem, ale i obchodními komorami a jinými zájmovými skupinami, včetně akciových bank a zemských úvěrních ústavů.

O zdánlivě poněkud schizofrenní pozici Svazu svědčí například skutečnost, že silně vystupoval proti koncesování dosud svobodné bankovní živnosti, ale přitom důrazně upozorňoval na potřebu revize označení bankovních závodů, kde panovala naprostá libovůle (fakticky bylo možné pouze podpůrně aplikovat depotní zákon č. 241/1924 Sb., který prohlásil „bankéřem“ tu „osobu fyzickou nebo právnickou, která po živnostensku cenné papíry kupuje a prodává svým jménem na cizí účet“). Usiloval rovněž o řešení akutní problematiky převodu živnosti v případě úmrtí majitele, prodeje a slučování podniku a žádal o ustavení samosprávné komory s povinným členstvím. V roce 1934 byl sice předložen již pátý vládní návrh tohoto zákona, ale opět bez výsledku, což kontrastovalo s vývojem legislativy akciových bank, která se v reakci na krizi velmi intenzivně novelizovala. Podařilo se sice vložit čl. I.II do nového bankovního zákona, jímž byla vláda zmocněna upravit nařízením provozování soukromých bankéřských a peněžních obchodů, ta však pod tlakem legislativců i odborné veřejnosti od tohoto úmyslu ustoupila. Jediným účinným krokem tak byl zákaz zřizování nových peněžních ústavů a podniků bez zvláštního povolení vlády v letech 1933–34 podle zákona o soutěži v peněžnictví, čímž byla učiněna přítrž neustálému zakládání nových bankéřských závodů, i když organizované skupiny podvodníků bezprostředně před jeho přijetím zřizovaly krycí firmy „do zásoby“.<sup>12</sup>

Vztah akciových bank k bankovním domům byl, zdá se, ambivalentní. Z hlediska obchodů na vlastní účet si tyto subjekty příliš nekonkurovaly, pro banky bylo v řadě ohledů zajímavější budovat průmyslové holdingy a nabývat majetkové účasti. Navíc fungovaly jako depozitáře, vedly zúčtování, půjčovaly cenné papíry z majetkových účtů, což znamenalo poměrně bezpečný zisk. Kapitál bankovních závodů také vesměs pocházel z vlastních zdrojů osobně ručícího majitele. Jejich případné finanční problémy tak sice mohly postihnout klienty, neměly však přímý dopad na hospodaření konkrétních bank ani finančního systému.

#### 4. Epizoda bucketshopů

V původním významu označuje termín Bucket Shop obchodníky s deriváty, kteří nevypořádávají podkladová aktiva, klientské příkazy nepředávají na burzu a otevřené pozice zpravidla ani nezajišťují. Fungují tedy podobně jako bookmakeři při uzaví-

<sup>12</sup> Bursa 1(5), s. 75–76; 5(8), s. 99–109; 6(11–12), s. 145–146. Koeser (1930, 1932). Hospodářský rozhled 9. 2. 1933, s. 5. Paulat, Dvořák (1937, s. 3).



rání sázek. Ve Spojených státech byly takové podniky velmi rozšířené a populární od sedmdesátých let 19. století až do dvacátých let 20. století, kdy je legislativa amerických států postupně stavěla mimo zákon. Specializovaly se na nejrůznější akciové i komoditní kontrakty a svým způsobem uspokojovaly poptávku po určitém typu hazardní hry. V americké odborné literatuře se tomuto období podrobně věnují Fabian (1999) či Hochfelder (2006).

Při referování o zahraničních trzích se v českém prostředí pojem „bucket shop“ velmi sporadicky objevuje již na začátku 20. století. Olomoucký deník Našinec (1915) ho dokonce cíleně propagandisticky využívá ve válečné protibritské agitaci. Důkladně se tomuto jevu věnuje i Fischl (1911). Tím, kdo se u nás zasloužil o jeho zdomácnění a aplikaci na tuzemské poměry, však byl vydavatel, redaktor a publicista Josef Kašpar, který 13. listopadu 1930 otiskl v týdeníku Hospodářský rozhled článek Co je to Bucketshop – díra v zákoně?, v němž velmi důrazně a s konkrétními příklady tepe nešvar, na který mnohem diplomatičtěji poukázal Svaz bankovních firem, a o němž denní tisk referoval již v roce 1929 jako o vážném problému, trvajícím mnoho měsíců.<sup>13</sup>

V textu Loupežní rytíři XX. století z 18. srpna 1932 Kašpar reaguje na oživení činnosti bucketshopů, když ho výslovně spojuje se stagnací na burze a s vysokými zisky, kterých lze dosáhnout v důsledku neuplatňování opcí a propadání premií (k předchozímu útlumu přispěl i plošný mediální a institucionální tlak v roce 1930, a také kolaps firmy Natter & Co. po úmrtí majitele O. Lauschera). O dva měsíce později vyhláší Ofensivu proti loupežným rytířům, čímž v Hospodářském rozhledu zahajuje volnou sérii deseti investigativních článků, v nichž rozkrývá vývoj bucketshopů a jeho praktiky.<sup>14</sup>

Článek Králové bucketshopů vyzdvihuje roli, kterou sehrála firma Dr. Natter & Co., pocházející z předválečné Vídně. Jejím původním majitelem byl jakýsi Dragutin Natter (odtud seriózní zdání akademického titulu v názvu firmy), pak ho však převzal prokurista a později společník Otto Lauscher, který podnik postupně přesunul do Prahy, kde v hektické popřevratové době zbohatl na vydání a prodeji akcií společnosti Megatos, předstírající vlastnictví rudných dolů ve Štýrsku. V letech 1926–27 pak začal budovat rozsáhlou a velmi úspěšnou síť pro prodej nekrytých premiových kontraktů. Od této sítě se postupně oddělovaly další firmy, zčásti vzniklé jako krycí, když bylo nutné změnit vývěsní štít, zčásti z aktivit bývalých společníků, zaměstnanců a komisionářů, kteří se naučili řemeslu a osamostatnili.

Jak Kašpar uvádí v dalším textu Ve stopách krále bucketshopů, konjunktura 1928–29 Lauscherovu skupinu téměř zlikvidovala, protože vysoká tržní volatilita („kursové variace“) značně zvyšovala podstupované riziko nekrytých obchodů, a také počty žalob a trestních oznámení na nesplněné závazky. Tehdy nadešel čas druhé generace z Lauscherovy školy. Mezi nimi získávají významnou pozici bratři Pavel a Štěpán Šebeštyenovi (později používali jméno Šebestien). Byli maďarské národ-

13 Hospodářský rozhled 13. 11. 1930, s. 4. Bursa 5(3), s. 36. Lidové noviny 2. 8. 1929r, s. 9.

14 Hospodářský rozhled 18. 8. 1932, s. 4–5; 20. 10. 1932, s. 4; 27. 10. 1932, s. 5–6; 17. 11. 1932, s. 5; 23. 12. 1932, s. 15; 30. 3. 1933, s. 7; 6. 4. 1933, s. 7–8; 20. 4. 1933, s. 7. 8. 6. 1933, s. 7; 5. 7. 1933, s. 7–8.

nosti, pocházeli z Bratislavy a původně obchodovali se starožitnostmi. K Lauscherovi přešli, když zaplatil jejich dluhy a stali se společníky krycích firem Hugo Lesk a J. L. Zeller. I na jejich poměry však byli příliš agresivní, záhy se osamostatnili pod firmou Pavel Šebestien, přetáhli k sobě značnou část obchodní sítě a v roce 1930, kdy pozvolna klesající akciové kursy opět přivedly vydavatele opcí k ziskovosti, zaujali vedoucí místo mezi československými bucketshopy. Po vzoru svého učitele zakládají dostihové stáje a žijí na vysoké noze. Nastává fáze zdokonalování akvizičních strategií, díky nimž přečkají hrozby dočasných oživení trhu v letech 1931 a 1932.

Počátkem třicátých let lze mezi jednotlivými sítěmi pozorovat pozoruhodnou míru spolupráce, domlouvají se prodejní kampaně, obchodují se tipy na vhodné oběti a ve větších městech mají centra, zpravidla v hotelích, kde získávají potřebné informace. Nejzajímavější jsou v tomto ohledu velká průmyslová centra jako Brno, Bratislava, Hradec Králové, Liberec, Karlovy Vary a Moravská Ostrava. Na podzim 1932 Kašpar odhaduje, že v Československu působilo 150-200 bucketshopů.

V prosinci 1932 se už ale patrně začal projevat mediální tlak. Ze strany podvedených přibývá žalob a redakce dostávají i detaily jednotlivých kauz. Především však ztrácejí nervy bratři Šebestienové a podávají na Kašpara tiskovou žalobu, což se ukáže být osudovou chybou. Ten tak totiž před tiskovým senátem kmetského soudu v Praze získal platformu pro jejich veřejnou obžalobu a předložení nashromážděných důkazů.

Ještě předtím Kašpar publikuje další články, vesměs s konkrétními jmény a čísly. Text Závratné bursovní obchody detailně rozvádí případ moravského obchodníka, který u firmy Evžen Tánzer během roku 1932 postupně akumuluje neuvěřitelné množství 15 000 opcí a vydělá na nich 400 000 korun (zatímco v hotovosti zaplatil 85 000 korun), ty mu však „bankéř“ přes opakované žádosti nevyplatí, takže musí u místní záložny zastavit svůj podnik na uhrazení dluhů. Nakonec se po telefonu nechá přesvědčit k poslednímu obchodu a změna kursovního vývoje v listopadu a prosinci ho zbavuje starostí s vyplacením zisků, protože se obratem dostává do ztráty 450 000 korun.

Články Kořistníci pokoutního bursovního obchodu a Hvězdy pokoutního bursovního obchodu z března 1933 podrobně analyzují čísla a fakta, která se postupně vynořovala během konkursu firmy Dr. Natter & Co. Uvádějí, že vyplácené provize dosahovaly 34–40%, což je srovnáváno se seriózními finančními transakcemi, kde zprostředkovatelům náležely promile, maximálně jednotky z obratu. V roce 1930 tak firma vyplatila téměř 2,5 miliónů korun, tzn. 66% provozních nákladů, na akvizici. Poměrně vysoká (600 000 Kč) byla i položka „propaganda“, což zahrnovalo náklady na vydávání časopisu Bursovní a hospodářské zprávy, vysoký byl rozpočet na právní služby, z obratu byla na korunu přesně počítána a placena daň. Přestože již několik měsíců po Lauscherově náhlém úmrtí v říjnu 1930 vyhlásila firma, vedená dědici, úpadek, klíčoví komisionáři rozhodně nepřišli zkrátka. Pět z nich, mezi nimi oba Šebestienové, si vydělalo více než 400 tisíc korun, což postačovalo na bezstarostné živobytí i pokračování ve vlastní režii.

Největší odměny si odnesl Karel Hájek, nejprve disponent firmy Natter, v letech 1929–32 tichý společník firmy J. L. Zeller a poté majitel vlastního „bankovního domu“

Karel Hájek. Ten po roce úspěšných akvizic v Československu přenáší své aktivity do Švýcarska, odkud je ale na začátku roku 1928 vyhoštěn pro porušování zákona o obchodu s cennými papíry. Podrobná čísla ukazují charakter vztahu s více než stovkou klientů, od nichž vybral za pouhé dva roky (do poloviny 1929) poplatky ve výši téměř 5 mil. korun, zpětně jim vyplatil něco přes 2 milióny a vybral si provize 757 tis. korun. Z jeho dopisů „centrále“ je kromě toho jasně patrný cynismus, s nímž například hodnotí opatrnost různých národností, vysmívá se naivitě klientů, hledá jejich slabiny a otevřeně popisuje své prodejní praktiky. Je také dobře vidět komplikovaný vztah firmy s klíčovými komisionáři, kteří nakonec přispěli rozhodující měrou k jejímu úpadku. Neméně podrobně Kašpar v dalších týdnech analyzuje a zveřejňuje podrobnosti z činnosti dalších významných prodejců, včetně interních dokumentů, prokazujících dokonalé plánování v rámci sítě, akviziční epizody v zahraničí a podobně.

V předvečer nařízeného termínu tiskového soudu 28. 6. 1933 pak začíná publikovat aktuální kauzy firmy Pavel Šebestien a podrobně referuje o navrhovaných důkazech a svědectvích, k čemuž se přidávají i další periodika, zejména Lidové noviny a Národní listy. Upozorňuje rovněž na dřívější trestní a exekuční řízení, vedená proti bratrům v různých městech. Odmítá nabízený smír.

Ještě předtím, než dojde k jednání soudu, které bylo odročeno na 27. 10. 1933, však přichází na pokoutní bankéře pohroma v podobě několikaměsíčního vzpamotování bursovních kursů. Některé papírové ztráty vůči jednotlivým klientům přesahují i 10 mil. korun, a ti se navíc v prostředí zvýšené medializace začínají svých práv důsledněji domáhat. Tänzer či Rosenthal skončili ve vězení, mnozí další jako Hirschberger a Langberg byli nuceni utéct do ciziny. Nakonec uprchli i Pavel a Štefan Šebestienovi a až do roku 1938 se zdržovali v zahraničí. Podané důkazy však již stačily k zahájení jejich trestního stíhání, kromě toho začali být vyšetřováni pro daňové delikty.

Na podzim 1933 tak byla rozprášena podstatná část staré Lauscherovy sítě. Ani tato rána nekalé praktiky v obchodování s prémii zcela nezastavila, protože uvolnila místo dalším jednotlivcům, včetně původně solidních bankéřů a členů bursy. Přinejmenším do roku 1936, kdy byl souzen Krása, proto problém neseriózního prodeje nekrytých premiových obchodů přetrvával, jak o tom svědčí reakce Bursovní komory z roku 1935, ale i článek *Der Schwindelbankier an der Arbeit* z dubna 1936.<sup>15</sup>

## 5. Další souvislosti a diskuse

Z dosavadního popisu je zřejmá řada aspektů, které fenomén bucketshopů doprovázely a ovlivňovaly, ať už to bylo neregulované finanční prostředí nebo schopnost investigativní žurnalistiky na problém upozornit a předložit fakta, která obstojí i u soudu. Přesto je namístě zmínit i další faktory, bez nichž by obraz nebyl úplný.

15 Hospodářský rozhled 18. 8. 1932, s. 4–5; 12. 12. 1935, s. 8. Lidové noviny 29. 6. 1933, s. 8; 26. 3. 1936r, s. 10; 9. 4. 1938p, s. 2. Národní listy 26. 10. 1933, s. 3. Deutsche Zeitung Bohemia 4. 4. 1936, s. 8–9.

## 5.1 Neostrá hranice oficiálního trhu a institucí

Již jsme naznačili, že v prostředí privátních bankovních závodů nebyla hranice mezi seriózními podniky a šedou zónou vždy ostrá, a stávalo se, že ji někteří časem překročili. Zejména z pohledu klienta tedy nemuselo být zcela zřejmé, kdy bankéř podstupuje nebo mu nabízí vysoké riziko v dobré víře, a kdy se již jedná o klamavé praktiky nebo přímo podvodné jednání. V tomto smyslu je výmluvná velmi rezervovaná pozice, kterou zaujala Bursovní komora.

Ta se k dávno existujícímu a médii propíranému problému bucketshopů vyjádřila až na své plenární schůzi 14. 10. 1932: „Bursovní komora zjistila, že se množí stížnosti z nejširšího obecnstva, že některé firmy, vydávající se za bankovní závody, svými agenty přemlouvají k uzavírání prémiových obchodů v rozsahu převyšujícím jednak majetkové poměry zákazníka, jednak možnosti plnění se strany těchto firem, a to obvykle s papíry buď neznamenávanými neb s malým obratem, takže zpravidla zákazníci ztrácejí zaplacené prémie, byvše nesprávnými informacemi uvedeni v omyl.“ Tehdy ovšem prakticky jen vyzvala své členy k důkladnějšímu informování zákazníků. Teprve 5. 12. 1935, tedy po zveřejnění kauzy bankéře Suchánka, bursa připustila jakoukoliv možnou souvislost se svými členy a vydala vyhlášku, ve které „prohlašuje za neslučitelné se členstvím bursy, aby členové bursy získávali zákazníky prostřednictvím cestujících jednatelů a sjednávali prémiové obchody, u nichž jde o takové množství akcií té které společnosti, že není úměrné rozsahu pravidelného obchodu s těmito akciemi.“<sup>16</sup>

Určité manipulace s trhem, chápáno z dnešního pohledu, byly tehdy navíc na denním pořádku i u velkých finančních ústavů a obchodů, prováděných na burze. Hospodářský rozhled popisuje ochromení obchodu se zlatou rentou v dubnu 1931 slovy: „Majitelé velkých položek rent ‚seděli na svých zásobách‘ a pomýšleli na jejich zlevnění prodejem premií. Před každým prémiovým vyjádřením byl pak kurs rent odprodeji stlačen tak, aby prémie musely být abandonovány a připadly prodáváči. Efektivní koupě se staly řídkým jevem...“ U akcií trh zase zpravidla ovládaly tzv. patronující banky, které držely velké balíky a kromě toho půjčovaly spekulantům nakrátko a vydávaly opce, takže nepokrytě těžily z intervencí před ultimem měsíce, kdy docházelo k vypořádání. Obrovská popularita Škodovky mezi drobnými investory a spekulanty ostatně nebyla dána jen tím, že šlo o největší československý průmyslový podnik, ale zřejmě především skutečností, že měla od roku 1919 strategického investora ve francouzské skupině Schneider at Cie., a nebyla tedy ve sféře zájmu žádné české velkobanky.<sup>17</sup>

## 5.2 Právní nejistoty

Zásadní okolností, která mohla při obchodech s jakýmikoliv deriváty poškozovat stranu, jednající v dobré víře, byl tzv. problém diferenčních obchodů, tedy transakcí, při jejichž vypořádání nedochází k dodání podkladového aktiva. Z formálního hlediska

16 Lidové noviny 16. 10. 1932, s. 11; 6. 12. 1935r, s. 10.

17 Hospodářský rozhled 2. 4. 1931, s. 8. Růžička (1934, s. 158). Bursa 4(4), s. 67–68.

se jednalo o ustanovení občanského zákoníku ohledně nežalovatelnosti hry a sázky a jeho různé výklady Nejvyšším soudem, přičemž se plynule navazovalo na předválečné diskuse na stejné téma. O tom, že nešlo jen o akademický problém nebo právní purismus, svědčí Fouskovo emotivní vyjádření „Je velmi nespravedlivé kázat bankéři o morálce, když klient, pokud vydělává u něj, si vybírá peníze a pak když prodělá, dělá diferenční námitku“ a snahy o zneužití daného ustanovení ze strany klientů bankovních domů byly ve dvacátých letech patrně poměrně časté. Diferenční námitku použila řada postižených spekulantů například i při pádu cen cukru v roce 1927. Mohla se vztáhnout i na prémiové obchody s cennými papíry, pokud byl jeho účastníkem drobný investor; pak usnadňovala obhajobu bucketshopů, když byly obviňovány z uzavírání nerealisticky velkých obchodů a v praxi značně komplikovala i přihlašování pohledávek klientů za bucketshopy v úpadku. Řešení měl přinést až nový občanský zákoník, ten však za existence Československé republiky nevešel v platnost a příslušné ustanovení hlavy čtyřicáté patřilo při jeho projednávání k nejkontroverznějším bodům.<sup>18</sup>

Naprostu stejným problémům jako u nás čelily v tomto směru trhy i v jiných vyspělých zemích, jak podrobně popisuje Růžička (1934, s. 173–176) a přehledně shrnuje Kašpar (1933). Irwin (1937, s. 155) uvádí, že právní pozice organizovaných trhů s komoditními futures ve Spojených státech je nejasná a letitý právní názor je takový, že smlouvy o futures jsou hazardní smlouvy, pokud strany v okamžiku jejich uzavření neočekávají poskytnutí a přijetí dodání.<sup>19</sup> V podmínkách Spojených států se sice mimo jiné jednalo o letitý souboj mezi právy států regulovat hazardní hry a sázky a federální legislativou, upravující finanční a komoditní trhy na základě oprávnění regulovat obchod, překračující státní hranice, Růžička (1934, s. 23) však zmiňuje obdobné námitky nepoctivých spekulantů již na Amsterdamské burse po roce 1610.

Bez ohledu na tyto a další legislativní komplikace ovšem nelze paušálně říci, že v boji proti bucketshopům byl státní aparát zcela bezzubý. Svědčí o tom fakt, že u řady kauz došlo k trestnímu odsouzení i s využitím platných právních ustanovení, a to zejména v pozdějším období, kdy zvýšená mediální pozornost přiměla postižené přihlašovat své nároky, dodávat důkazy a domáhat se práva. Fungovalo i obchodní soudnictví, což ukazuje tiskem detailně zaznamenaná kauza klientky, úspěšně žalující pražského bankéře Alexandra Hirschbergera. Komentátoři si také zpravidla nijak nestěžují na práci a iniciativu státních zastupitelství, nýbrž na nedostatečnou kvalifikaci a orientaci soudců ve složitých ekonomických otázkách, čehož pak byl schopný advokát schopen náležitě využít.<sup>20</sup>

18 Národní listy 22. 1. 1913, s. 5. Brumlík (1925). *Hospodářský archiv* 4(11), s. 5–7. Fousek (1927, s. 17). Koeser (1925, 1932). *Bursa* 2(3), s. 41–42. *Lidové noviny* 24. 6. 1927, s. 1; 2. 8. 1929, s. 9; 23. 4. 1938, s. 2; 1. 5. 1936r, s. 6; 4. 4. 1937, s. 11.

19 Podrobný výčet precedentů s komentáři, ze kterých je patrné, že se tento názor v přirozeném právu uplatňoval i na termínové obchody s cennými papíry, shrnul v roce 1927 *Harvard Law Review* 40(4), s. 638–642.

20 *Hospodářský rozhled* 4. 5. 1933, s. 7; 10. 8. 1933, s. 2. Koeser (1932).

Dodejme, že ani očištný mechanismus samotného finančního sektoru nebyl patrně vždy úplně neúčinný, a to i nad rámec již zmíněných snah o veřejnou osvětu a samoregulaci. Koeser (1932) uvádí zajímavé případy reakce velkého bankovního domu, který klientovi nabídl potvrzení, že poskytne, respektive odebere potřebný počet akcií z velkého opčního kontraktu, čímž byl neseriózní obchodník vehnán do úzkých a nucen přiznat, že nemůže závazek splnit. Zákazník pak obdržel spravedlivé vyrovnání, a pokud neměl bankéř dostatečný majetek, byl alespoň vytlačen z trhu.

### 5.3 Poptávka

Nástup bucketshopů v zásadě odpovídá spekulacní horečce let 1928–29, k níž se postupně přidávali i drobní investoři, často mimopražští. V době nastupující a probíhající krize se pak jistě projevoval i rostoucí sklon k hazardu ze strany klientů i jejich bankéřů. Ten byl patrně beztak dost vysoký, jak naznačuje trvale velká obliba splátkových prodejů losů, což byla ostatně hlavní náplň činnosti mnoha menších bankovních závodů, které k jejich prodejm mimo Prahu rovněž často používaly agenty. Prémiové obchody tudíž mohly být mnohými zákazníky vnímány jen jako další forma hazardní hry, navíc nabídnutá obvyklým prodejním kanálem.<sup>21</sup>

V českých, německých i maďarských mimopražských oblastech, kde byly bucketshopy nejaktivnější, bylo navíc postavení Pražské burzy velmi slabé a ani bankovní pobočky tam v tomto směru příliš aktivity nevyvíjely. Koudelka (1926) odhadoval, že  $\frac{3}{4}$  bursovních příkazů z Brna, Bratislavy, Opavy a Moravské Ostravy nesměřovalo do Prahy, nýbrž do Vídně a do Berlína, což bylo ovšem zčásti též důsledkem národnostní situace. On i další autoři si ale stěžují i na neuspokojivé podmínky pro obchodování, zahrnující například vysoké poplatky (v porovnání s okolními státy ale patřily bursovní výlohy v Praze mezi nejnižší), a také špatné a drahé spojení, kde byly paradoxně vyšší sazby než do Vídně. Nedostatečná flexibilita a zákaznická orientace Pražské burzy byla pravidelně kritizována po celé meziválečné období.<sup>22</sup>

Určitý vliv na poptávku mohly mít i publikované ceny opcí obchodovaných na burze. Vlachý (2010) počítá na základě dostupných kursů implicitní volatility premií na akcie Škody, které se v roce 1929 pohybovaly mezi 10 a 20 %, ale stejně lze zjistit, že implicitní volatilita kolem 10 % se kupodivu udržovala i v prvním pololetí 1930. Z dnešního pohledu byly tedy velmi levné, ať už tento údaj porovnáme se současnými trhy nebo tehdejší historickou volatilitou akcií. Od druhého pololetí 1930 však ceny opcí výrazně rostou, přibližně rok se implicitní volatilita drží nad 50 %, pak s mírnými výkyvy postupně klesají. To naznačuje, že „oficiální“ trh nejprve svou relativní lácí drobné investory přilákal, a pak byl nahrazen pokoutními „bankéři“, kteří vše vsadili na jedinou kartu a mohli tedy, alespoň na první pohled, nabídnout atraktivnější ceny.

21 Lidové noviny 2. 8. 1929r, s. 9.

22 Theimer (1925). Čermák (1927). Bursa 2(3), s. 37–38; 4(7), s. 113. Hospodářský rozhled 31. 8. 1933, s. 5–6. Růžička (1934, s. 310–319).



Komplementaritu je možné pozorovat například i od začátku roku 1934, kdy se výrazně vzpamatovává bursovní trh s premii, a současně dochází k útlumu pokoutních prodejů. Zřejmě to ale není důsledek přesunu obchodů na bursu, nýbrž rozdílného dopadu trvalého oživení akciového trhu na oba segmenty. V neposlední řadě mohla obchodníkům, včetně bucketshopů, prospět i regulační opatření počátku třicátých let, když například v září 1931 ztratili běžní návštěvníci přístup do bursovní kulisy.

Především je ovšem stále nutné zdůrazňovat obrovskou naivitu postižených klientů i širší veřejnosti, což je bohužel nadčasová záležitost. Kromě zjevné nereálnosti a nesplnitelnosti konkrétních obchodů, stejně jako nepřiměřenosti majetkovým poměrům klienta (na to seriózní bankéři důsledně dbali), patrně mnoho lidí nepovažovalo za apriorně podezřelé ani až absurdní kombinace finančních machinací, hochštaplerství a správy cizích peněz. Otto Lauscher byl již v roce 1923 zapleten do hráčské aféry, která skončila sebevraždou úředníka bankovního domu Petschek Otty Broda, v roce 1926 se vyrovnával s věřiteli, na přelomu dvacátých a třicátých let provozoval zlopověstný bucketshop, čelil mnoha žalobám, jeho úmrtí spustilo velmi složitý a zdlouhavý konkurs, ale redakční nekrolog Lidových novin v říjnu 1930 na něj vzpomíná slovy: „Majitel dostihových stájí O. Lauscher zemřel. V úterý zemřel náhle ve svém bytě bankéř Otto Lauscher, majitel stáje Mister Silton. Začal v roce 1922 se Soubretou a v poslední době měl už 11 koní, z nichž dva jsou ještě v Napajedlích. Jeho dres bílý, černé rukávy a černá čapka byl velmi populární. Nejlepší koně ve stáji měl Mageta, Oskara a Hellu. Byl jako korektní sportsman velmi oblíben. Pohřeb se koná v pátek odpoledne ve Strašnicích.“ Kašparův povzdech o „psychologii postižených, kteří při ukládání několika tisíc u většiny velkobank pochybují o jejich bonitě, naproti tomu však na setkání svěřují několikanásobné a často milionové obnosy soukromým ‚bankéřům‘, kteří se nemohou vykázati ničím jiným, než honosnou firmou, sebevědomým vystupováním a ovšem těž sliby velkých zisků“ také neztrácí na naléhavosti ani po osmdesáti letech.<sup>23</sup>

#### 5.4 Mezinárodní a mezičasové aspekty

Rozmach bucketshopů, a také skandály, které kolem nich čas od času rozvířila média, byly v různých zemích a dobách až překvapivě podobné, a společně měly i to, že zpravidla vyplouvaly na povrch v dobách finančních krizí.

Již během finanční krize let 1893–94 nebyly ani v Praze neobvyklé aktivní nabídky premiových obchodů drobným zájemcům. Mezi placenou všeobecnou inzercí v denním tisku té doby lze najít například text „Bursovní zakázky a premiové obchody zprostředkuje za nejsprávnějších podmínek bankovní, bursovní a komisionářský závod Adolf Reiner na Kr. Vinohradech, Palackého třída číslo 551. Zajištění velmi mírné, zakoupené cenné papíry mohou tak dlouho u mne schovány býti, až tytéž se

23 Bankéř 1(1), s. 6–7. Reichenberger Zeitung 1. 7. 1923r, s. 5; 4. 8. 1926př.v, s. 3; 16. 5. 1931v, s. 8. Věstník hl. m. Prahy 8. 2. 1926 33(6), s. 93. Lidové noviny 2. 10. 1930r, s. 8. Hospodářský rozhled 27. 10. 1932, s. 5; 23. 3. 1933, s. 7.

s výdělkem prodají.“ Podobně se v té době prezentuje i „bankovní a komisionářský obchod a směnárna“ Wiener a Breth. Tato firma však již bezostyšně inzeruje „výdělky bez rizika“, zmiňuje „nevyhnutelné stoupání kursů“ a podobně. Patrně nejznámějším případem, který měl soudní dohru, byl Josef Alberta, který byl v Praze za zaviněný úpadek a zpronevěru souzen v roce 1884, a u něhož nějakou dobu pracoval a získával zkušenosti i Josef Lion.<sup>24</sup>

Zmínili jsme již, že kolébkou bucketshopů byly Spojené státy v 19. století. Během krize na začátku dvacátých let byly jejich postupy sofistikovanější a snažily se vytvářet zdání podobnosti se standardním burzovním obchodováním, čímž mimo jiné unikaly legislativním zákazům. Dobová reportáž New York Times (Young, 1922) jasně ukazuje, že používané postupy byly velmi podobné jako později v Československu a uvádí, že během několika měsíců oživení v roce 1922 zkrachovala ve Spojených státech více než stovka takových podniků.

Vedle Británie, kde zákonodárce s bucketshopy zápolil ještě v předvečer 2. světové války, se v meziválečné kontinentální Evropě vyvinul specifický typ bucketshopu, založený na prodejních a sociálních sítích, mnohdy s vazbami na hospodářské a politické elity. Poukazují na to i u nás publikované zprávy o kauzách z Francie či Rakouska. Kosmopolitní charakter demonstruje i skutečnost, že značná část z původních komisionářů u Nattera byla cizí národnosti, zejména Maďaři a vídeňští Němci. Toho někteří využili v další „kariéře“. Například L. Glassel založil s bratrem firmu Louis Glassel & Cie a nakonec přechal před zatykačem v několika zemích, Hugo Roman se později stal společníkem jednoho z bucketshopů v Berlíně, Toldi s Hirschbergerem ovládli malou maďarskou akciovou banku. Neexistence domácích vazeb také usnadňovala útěk za hranice, pokud se půda stala příliš horkou. Na rozdíl od seriózního bankovníctví a průmyslu v předválečném Československu mezi pokoutními bankéři a jejich komisionáři neexistovaly jakékoliv národnostní třenice nebo sféry zájmu, vše bylo podřízeno maximálnímu efektu.<sup>25</sup>

## 6. Závěr

Obchodování s finančními deriváty v meziválečném Československu bylo až překvapivě rozmanité a významnou roli v něm hráli soukromí bankéři. Řada z nich se zasloužila o tržní a institucionální rozvoj a zasloužila si své dobré jméno, někteří časem překročili hranici etického nebo i legálního podnikání, možná ze ziskovosti, možná kvůli krytí podnikatelských ztrát v dobách krize. Ti nevytvářeli spiklenecké sítě, a také nesli osobní odpovědnost při odhalení, protože měli silné domácí vazby. Vytvořením neprůhledného prostředí ovšem napomáhali bucketshopům, jejichž cíle a metody práce byly vysloveně kriminální.

24 Národní listy 15. 1. 1893, s. 6; 14. 1. 1894, s. 15; 18. 3. 1894 s. 18; 10. 10. 1884, s. 3.

25 Hospodářský rozhled 3. 11. 1932, s. 6; 17. 11. 1932, s. 5; 23. 3. 1933, s. 7; 6. 4. 1933, s. 7; 14. 9. 1933, s. 3; 26. 8. 1938, s. 8. Lidové noviny 5. 6. 1936p, s. 4.

Pro činnost bucketshopů byla charakteristická agresivní a klamavá akvizice prostřednictvím bohatě odměňovaných agentů-komisionářů, lákajících na obrovské zisky i v těžkých dobách na burze a sjednávání kontraktů v nerealistických objemech, navíc mnohdy na nepříliš likvidní papíry, které by ani reálně nebylo možné vypořádat. Jejich představitelé cíleně vyhledávali podkladová aktiva, u nichž předpokládali vývoj kursu, neumožňující uplatnění opce, protože hlavním motivem bylo propadnutí zaplacené prémie. Používali řadu manipulativních praktik. Bylo-li jasné, že má klient dostatek prostředků, nechali ho nejprve vydělat, aby získal chuť k další hře; nakonec však musel vždy prohrát, protože jinak by tratil bankéř, který byl jeho protihráčem. Papírové zisky vesměs nevypláceli a namísto toho přesvědčovali klienta k dalším investicím. Najímali špičkové právníky, díky čemuž řada oklamanych klientů ani nešla k soudu, případně došlo ke zproštění obžaloby nebo se věc řešila mimosoudním vyrovnáním. S těmito náklady ve svém záměru počítali a byli smířeni i s tím, že v případě potřeby nechají firmu padnout a začnou znovu v jiném místě nebo pod jiným názvem. Úzkostlivě dodržovali daňové a jiné formální zákonné povinnosti, pokoušeli se o expanzi do zahraničí. Smrtným nebezpečím byla pro tyto podniky období burzovního růstu, kdy kumulované papírové zisky některých klientů dosáhly miliónů korun. K jejich pádu významně přispěla investigativní publicistika, která klienty varovala, ale i podporovala v účinném hájení práv.

Při posuzování aktuálních souvislostí bucketshopů může na první pohled převážít dojem, že na vyspělých akciových trzích je tento nešvar prakticky vymýcen. Stačí ale připomenout známé kauzy, odvíjející se od mimoburzovních prodejů složitě strukturovaných derivátů. Zajímavé argumenty k této problematice nabízejí White a Stein (1987). Nelze nezpomenout ani na firmy, nabízející tzv. Forex obchody, tedy krátkodobé spekulace na devizovém trhu. Skutečnost, že vůbec nejde o překonaný princip a označení bucketshop má své opodstatnění i dnes, dokládá zpráva z mezinárodního finančního zpravodajství (Sa'Pinto 2010), jejíž autor tímto termínem označuje dosud naprosto legálně působící forexové firmy ve Švýcarsku, které jsou v důsledku nově přijímané legislativy nuceny přesunout oficiální sídla do jiných zemí.

#### Literatura

- BRUMLÍK, J. 1925. K otázce diferenčních obchodů. *Bursa*. 1925, 1(10), s. 151–153.
- BURSA 1929. Sdělení Svazu bankovních firem. *Bursa*. 1929, 5(3), s. 37.
- ČERMÁK, K. 1927. Cizí bursy a stěhování našeho kapitálu za hranice. *Bursa*. 1927, 4(6), s. 89.
- DĚDIČ, J. 1992. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. Praha: Prospektrum, 1992.
- FABIAN, A. 1999. *Card Sharps and Bucket Shops: Gambling in Nineteenth-Century America*. New York: Routledge, 1999.
- FISCHL, M. 1911. *Praktische Winke für den Verkehr mit Banken und Börse-Kommissionsgeschäften*. Wien: vl. nákladem, 1911.
- FOUSEK, F. 1927. *Plus a minus Pražské peněžní bursy*. Sbíрка přednášek pořádaných Českou národohospodářskou společností XIII, Praha: Česká národohospodářská společnost, 1927.

- HÁJEK, O. 1929. *Vývoj, organisace a technika pražské bursy pro zboží a cenné papíry: se zvláštním pojednáním o obchodech premiových a stelážích*. Praha: vl. nákladem, 1929.
- HOCHFELDER, D. 2006. Where the Common People Could Speculate: The Ticker, Bucket Shops, and the Origins of Popular Participation in Financial Markets, 1880–1920. *The Journal of American History*. 2006, Vol. 93, No. 2, s. 335–358.
- IRWIN, H. S. 1937. Legal Status of Trading in Futures. *Illinois Law Review*. 1937, 32, s. 155–157.
- JINDRA, Z. 1999. Úvěrové poměry v první polovině 19. století. In VENCOVSKÝ, F. a kol. *Dějiny bankovníctví v českých zemích*. Praha: Bankovní Institut, 1999, s. 82–97.
- JUNEK, Č. 1925. Obchody premiové a pražská bursa. *Bursa*. 1925, 1(9), s. 131–133.
- KAŠPAR, J. 1933. Hra a sázka. *Hospodářský rozhled*. 18. 5. 1933, s. 2.
- KOESER, J. 1925. Poválečný vývoj soukromého bankéřství v naší republice. *Bursa*. 1925, 1(5), s. 67–68.
- KOESER, J. 1930. Nový bankéřský zákon. *Hospodářský rozhled* 22. 5. 1930, s. 7.
- KOESER, J. 1932. Premioví bankéři ve světle paragrafů. *Hospodářský rozhled* 1. 12. 1932, s. 5.
- KOPECKÝ, J. 1925. *Grafické řešení bursovních obchodů*. Kolín: vl. nákladem, 1925.
- KOUDELKA, J. 1926. Bursa, provinční bankéř a klientela. *Bursa*. 1926, 3(1), s. 2–4.
- LION, J. 1910. *Neomylnost při spekulativních obchodech s cennými papíry*. Praha: Bankovní závod J. Lion, 1910.
- LION, J. 1920. *Studie prémiového obchodu*. Praha: J. Lion, 1926.
- LION, J. 1926. Některé podněty k dalšímu rozvoji Pražské peněžní bursy. *Bursa*. 1926, 2(7), s. 97–99 (pseud. Josef Vižimský).
- NAŠINEC 1915. Hospodářství po válce. *Našinec* 24. 4. 1915v, s. 1.
- NOVOTNÝ, J. 2008. František Hašek – osobnost českého soukromého bankovníctví první poloviny 20. století. In KUBŮ, E.; ŠOUŠA, J. (eds.) *Finanční elity v Českých zemích (Československu) 19. a 20. století*. Praha: Dokořán, 2008, s. 454–467.
- NOVOTNÝ, J.; ŠOUŠA, J. 1997. Soukromé bankovní domy v českých zemích meziválečné doby. *Acta Universitatis Carolinae, Philosophica et Historica, Studia Historica*. 1997, XLVII (5), s. 163–176.
- PAULAT, V. J. 1928. *Bursa, bursovní obchody a spekulace*. Praha: Všetečka a spol., 1928.
- PAULAT, V. J.; DVOŘÁK, J. 1937. *Bursovní rukověť*. Praha: vl. nákladem, 1937.
- PILÁT, R. 1910. Obchody premiové a stelážové. In *Přednášky konané na odborném kursu pro úřednictvo ústavů peněžních v roce 1909–1910*. Praha: Sdružení československého úřednictva ústavů peněžních v Praze, 1910, s. 355–364.
- PROKOP, K. 1924. Premiové obchody na Pražské burse. *Národní listy*. 1924, 64(8), s. 7–8.
- RŮŽIČKA, O. 1934. *Světové peněžní bursy*. Praha: vl. nákladem, 1934.
- SAPINTO, M. 2010. New Rules Decimate Switzerland's Forex Bucket Shops. *Finanz Nachrichten*, online 6. 8. 2010, <http://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2010-08/17628523-new-rules-decimate-switzerland-s-forex-bucket-shops-020.htm>
- SOUČEK, J. 1924. Trh cenných papírů a technika obchodů na Pražské peněžní burse. In *Cyklus odborných přednášek 1923/24*. Praha: Sdružení peněžního úřednictva v Praze, 1924, s. 99–143 (+ přílohy).
- THEIMER, P. 1926. Čeho potřebuje Pražská peněžní bursa ke svému vnitřnímu vybudování. *Bursa*. 1926, 2(5), s. 68–70.
- VLACHÝ, J. 2010. Premiové obchody v předvečer krize. *Český finanční a účetní časopis*. 2010, Vol. 5, No. 2, s. 32–41.
- WACHTEL, A. 1897. *Prämien-, Stelage- und Nochgeschäfte*. Wien: Adolf Hölder, 1897.
- WHITE, F. L.; STEIN, W. L. 1987. New off-exchange futures-related instruments: Modern day 'bucket shops' or legitimate products? *Journal of Futures Markets*. 1987, Vol. 7, No. 3, s. 341–344.
- YOUNG, J. C. 1922. Bucket Shop Secrets. *New York Times* 9. 7. 1922, s. 82.

## Periodika

Bankéř	Lidové noviny
Bankovní věstník	Národní listy
Börsen und Wirtschaftsnachrichten	Národní politika
Bursa	Našinec
Bursovni a hospodářské zprávy	New York Times
Bursovni kurýř	Peněžni Bursa
Deutsche Zeitung Bohemia	Prager Börsencourier
Harvard Law Review	Pražský denník
Hospodářská politika	Reichenberger Zeitung
Hospodářský archiv	Věstník hlavního města Prahy
Hospodářský rozhled	Věstník Pražské bursovni komory

## DERIVATIVES AND BUCKETSHOPS: A FORGOTTEN HISTORY OF CZECH FINANCIAL MARKETS BETWEEN THE WORLD WARS

Jan Vlachý, Točičá 44, CZ 140 00 Praha 4 (jan@vlachy.cz)

---

### Abstract

Building upon exhaustive research of extant and often fragmentary contemporary resources, this paper provides a thorough analysis of financial options trading and sales in interwar Czechoslovakia. Whilst focusing primarily on a remarkable bucketshop episode occurring in the late twenties and early thirties, it also comprises the so far most comprehensive study on the historical development and practices of derivatives trading on the Prague Exchange including the eminent role of private banking firms. A distinct intertemporal and international perspective facilitates the establishment of numerous parallels and patterns, strikingly instructive in times of crises.

### Keywords

economic history, Prague exchange, options trading, financial crisis, financial crime, bucketshops.

### JEL Classification

G01, G10, G24, K42, N24